

## アメリカの市場間競争

### ～ECNのビジネスモデル～

清水 葉子

#### 1 はじめに

アメリカでは、証券の取引市場間競争の中で、ECN (Electronic Communications Network、電子取引システム) と呼ばれる私設の取引システムが、既存の証券取引所やナスダック市場の取引を奪って取引高を拡大している。このような既存市場からの取引流出は、証券市場規制の観点から見ると、取引所取引を前提として組み立てられてきた従来の市場規制の変更をせまる大きな変化であるといえる。しかし一方で、取引の流出という現象は一定の経済的な理由があつて生じていることであつて、その背後には、そうした取引流出を合理的にするようなECNのビジネス・モデルがあると考えられる。

アメリカでは、過去にも既存市場からの大幅な取引流出という現象が見られた。これは、一九六〇年代から一九七〇年代にかけて、証券市場における機関投資家の取引が急速に増大した時期に生じた現象である。当時、証券取引所は会員を通じて証券取引に固定手数料制を義務付けていたが、機関投資家の大口取引にはひと株当たり券の取引処理に規模の経済がはたらくため、現実には手数料に大口割引の余地が存在していた。機関投資家にとつては、取引所外で取引所非会員に取引を委ねれば、固定手数料制の制約を逃れることができ手数料の割戻しが得

られる。このため、取引所の固定手数料を回避するための取引所外取引が拡大したのである。

この時期の取引流出は、取引所の固定手数料制という制約の下で、機関投資家が大口取引の手数を節約しようとして引き起こした現象であったため、取引所外取引も、取引所非会員がさまざまな手数料割引を行って売買に応じる「第三市場」や機関投資家どうしが直接取引することで委託売買手数料を節約しようとする「第四市場」という形をとった。第三市場の主要なディーラーとしてはウィーデン社、メイドフ社などが有名であり、また第四市場ではインステイネットが最初の電子取引市場となった。

このように、手数料自由化以前にアメリカで生じた取引所外取引は、取引所の固定手数料を嫌った機関投資家に対して手数料の割引を行うことで成立したビジネスであると考えられることができる。したがって、一九七五年に委託売買手数料が自由化され取引所取引の手数料の割引が行われるようになると、こうした取引の流出は止まり、固定手数料回避のための取引所外取引ビジネスはいったん消滅した。以前存在した業者のうち、メイドフ社は大幅な電子化を背景に異なるビジネスモデルを構築して第三市場ディーラーとして存続し、インステイネットは現在でも有力なECNとして機関投資家向けのビジネスを継続しているが、その他の多くの第三市場ディーラーは、消滅するか、ビジネス形態を大幅に変更することを余儀なくされた。

それでは、一九九〇年代の後半になって取引をのばしてきた新しい非取引所取引システムであるECNは、どのようなビジネス環境の下でどのような業務を行っているのだろうか。

## 2 規制面から見たECN

### (1) オーダー・ハンドリング・ルール

手数料自由化後に登場したECNのような非取引所取引システムは、バイサイドの機関投資家向けにカスタマイズしたサービスを提供するビジネスとしてスタートした。

大口の多銘柄取引を行う機関投資家は、大口取引の分割執行などのマーケット・インパクトの抑制、取引情報の秘匿、バスケット取引やVWA P取引など、小口取引とは異なる様々なサービスを必要とする。インステイネットやポジットなどの先発タイプの電子取引システムは、クロッシング・タイプの取引、匿名性の確保、個別のネゴシエーション・フェイズの設定など機関投資家が必要とするサービスを提供して取引をのばした。こうしたシステムは当初私設取引システム(PTS)と呼ばれ、ブローカー・ディーラーとして個別にノー・アクション・レターによる規制が行われていた。

こうした取引システムのビジネス環境は、一九九七年のオーダー・ハンドリング・ルール施行によって大きく変化した。オーダー・ハンドリング・ルールは、そもそもマーケット・メーカーやスペシャリストが自らの気配より優れた価格の指値注文を受けた場合に無視して執行しないといった好ましくない慣行を規制することを目的として制定された。オーダー・ハンドリング・ルール以前には、マーケット・メーカーらは、優れた価格の指値注文を気配に反映させずに気配スプレッドを広めに維持して収益をあげ、一方で公衆の参加しにくいPTSなどの場により有利な気配を出してポジション処分をしていたとされる。

これに対して、オーダー・ハンドリング・ルールでは、Display Rule (SECルール一A c一四)と、Quote Rule (SECルール一A c一三)と呼ばれる二つのルールが新設され、マーケット・メーカーやスペ

シヤリストが顧客向けに劣った気配を出すことを禁じた。

すなわち、Display Ruleでは、自分の出している気配より価格・数量の面で優れた顧客指値を受けた場合、自ら執行しないのであれば、自らの気配を指値に合わせて更新するか、他のマーケット・メーカーに回送するか、公衆気配を表示できるECNに回送するかのいずれかの措置をとることを定め、Quote Ruleでは、私的な取引システムに公衆気配より優れた気配を出してはならないことを定めた。

オーダー・ハンドリング・ルールは、述べたようにマーケット・メーカーらの気配の透明性を高めることが目的であつて、ECNを直接の対象にしたものではなかつたが、結果的には、それまで私的なシステムに過ぎなかつたECNが公的に認知される契機となつた。従来の私設取引システムはECNとしてSECLールの中で定義され、ナスダックのセレクトネットに公式に接続されて公衆気配の発信が可能となる一方、マーケット・メーカーらにとっては、自らが引受けない指値注文を合法的にECNに回送することができるようになった。すなわち、マーケット・メーカーやスペシャリストにとっては、自らの気配より有利な指値注文を受けた時には、ECNに注文を回送することによってDisplay Rule Quote Ruleの両方の条件を満たすことができ法律違反のリスクから免れられる。

このように、当初機関投資家向けのビジネスとしてスタートした私設取引システムは、オーダー・ハンドリング・ルールによってナスダックのシステムに接続され、ナスダックの一員としてマーケット・メーカーからの注文回送先としての位置付けを公式に与えられたことになる。

また、自らの取引情報を秘匿したい機関投資家にとつても、ナスダックの公衆気配に接続されたECNに注文を回送すれば、市場には注文の発注者を伏せたまままでECNのシンボルの下に隠れて自己の気配を発信すること

ができるため、機関投資家向けビジネスの面でも依然として好都合であつた。

オーダー・ハンドリング・ルールを契機に二〇〇〇年七月現在までに合計一〇のECNが設立され、現在九つのシステムがECNとして登録されて取引高を急速にのばしている。

## (2) ATS規制

ECNの成長に大きな影響を及ぼした、もう一つの規制要因はATS規制である。これは、ポジット、アリンナ証券取引所、オプティマークなどオーダー・ハンドリング・ルールの対象とならない非取引所取引システムの規制の必要性から一九九九年に施行された規制で、ECNも含めたこれら取引システムをATS (Alternative Trading System、代替的取引システム) として定義し、取引システムの運営に必要な一定の規制を課したものである。<sup>(1)</sup>

ATS規制は、取引システム側が選択すれば取引所登録を可能にした点が重要で、自主規制なども含めて取引所と同等の規制義務を果たすことを条件に、私設取引システムでも取引所となることができるとした。現在、アキーペラゴとアイランド、ネクストレードの三ECNが取引所登録申請を行っているほか、ECNによる地方取引所の買収もすすめられている。

これによって、アメリカの証券市場規制は、正式に営利市場を認めたことになり、既存市場も株式会社化や戦略提携を進めるなど、営利的性格を強めるようになった。

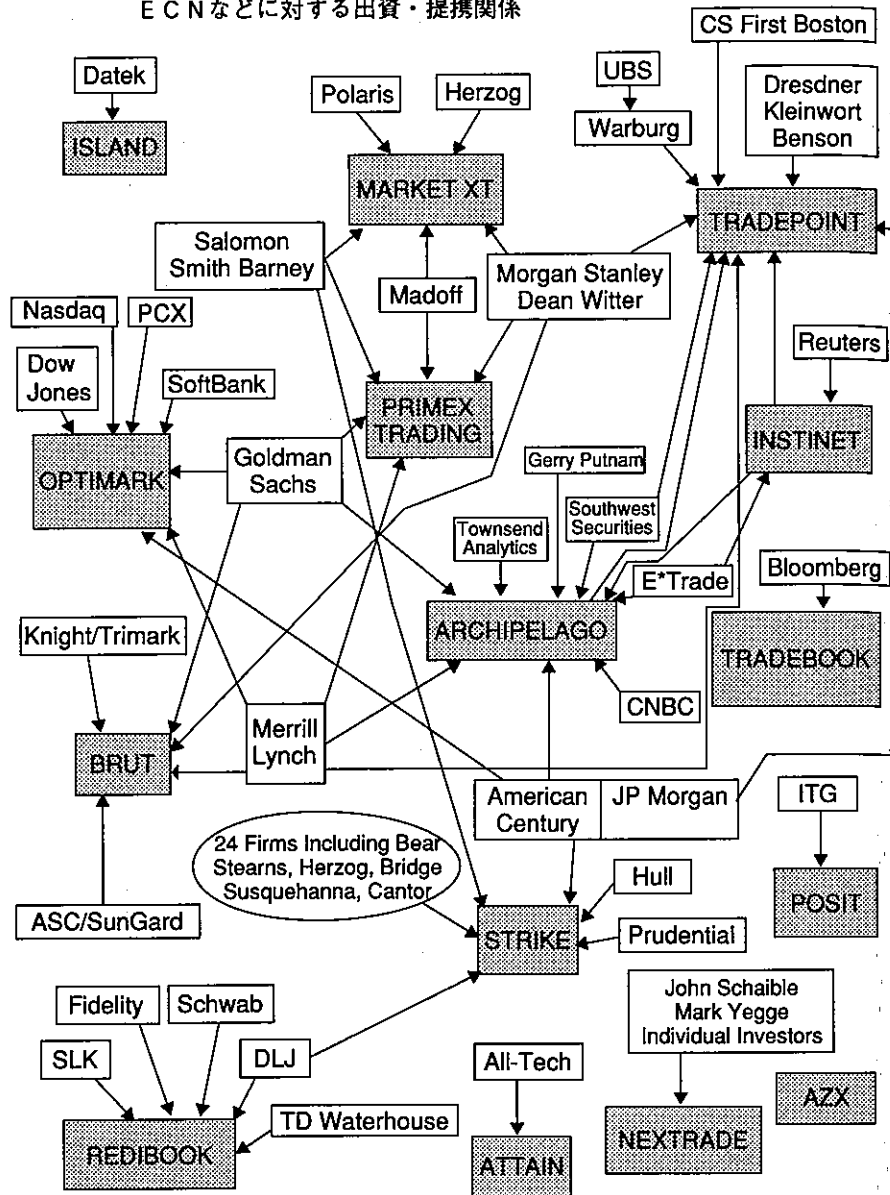
ECNは、新しい取引市場として利用者から注目されるだけではなく、新たなビジネスチャンスとしても各方面から注目を集めている。たとえば、Kugle & Wood (1999)<sup>(2)</sup>による次の図を参照すると、メリルリンチやモルガンスタンレーといったいわゆるウォール・ストリートの代表的な証券会社の他、チャールズ・シュワップやE\*Tradeのようなオンライン・ブローカー、代表的な機関投資家などがECNなどに出資していることが分かるが、こうした出資判断のなかには、システム利用者としての関心にとどまらず、取引システムの運営を新たなビジネスチャンスとしてとらえているものも多いと推測される。

現在登録している九つのECNを出資関係で大別すると、(a) インステイネットとブルンバーク・トレードブックの二社はそれぞれ、ロイター、ブルムバーグが主要な出資者となっており情報ベンダー系統、(b) アイランド、アーキペラゴ、マーケットXTの三社はいずれもメリルリンチやモルガンスタンレー、デーテックなどオンライン・ブローカーも含めたブローカー系統、(c) レディブックとブルートはマーケット・メーカーやスペシャリストなどが主要な出資者となっているマーケット・メーカー系統、に分類できるという。<sup>(3)</sup>

ECNの業務内容も、こうした出資・設立母体の利害と密接に関わって分化してきている。情報ベンダー系のECNは、一般的に機関投資家向けにカスタマイズしたサービスを提供しており、ECNの業務開始当初からの機関投資家ビジネスの継続と見ることができよう。とは言え、ブルンバーク・トレードブックなどでは、取引執行だけではなく自社システムを構築できない小規模機関投資家向けの取引管理システムの提供といったサービスも行なうなど、多様化している。

ブローカー系のECNでは、オンライン・ブローキングの拡大の影響もあって個人投資家向けの迅速で安いサ

ECNなどに対する出資・提携関係



(出所) 注(2) 参照

原資料 Primex Trading NA

(注) 網のかかった部分がECNを含めた取引システムである。現在BRUTとSTRIKEは合併している。

ービスを提供している。このタイプのECNは、システムの優位性がビジネス・チャンスの源泉となつてい  
考えられる。このタイプは、市販の安価なコンピュータを数多くつないで並列処理をするシステムを採用して  
いるとされ、コスト面で格段に安価であること、処理速度が早いこと、一般市販品を多く利用するためビジネス  
の立ち上げが迅速で、取引高に応じた拡張・縮小が自在であることなど、取引所の巨大メインフレーム型のシス  
テムにはない利点を多く持っている。さらに加えて、たとえばアーキペラゴでは、自社システム内で執行相手を  
見つけることができない場合、自動的にナスダックのセレクトネットを通じて外部のマーケット・メーカーや他  
のECNに注文を回送し、一定時間システム外での執行機会を探すスマート・ブックという機能を備えるなど、  
ブローカー業務の補完ともいえるサービスも行っている。

マーケット・メーカー系ではマーケット・メーカーの受けた注文を関連ECNのシステムを使って内部付け合  
わせするサービスを提供していると考えられる。これは、先に述べたように、オーダー・ハンドリング・ルール  
施行後に公式に可能となった新たなビジネスであると考えられる。

おわりに

市場間競争の複雑化にもなつて、ECNのビジネスモデルが多様化しつつあることを見た。日本でも、PT  
S業務を開始する動きがあることが報じられている。新聞報道等によれば、三井物産を中心としてオンラインブ  
ローカーなどがPTS設立構想を発表している他、日本相互証券がPTS業務の認可を得るなど、新しい動きが  
見られる。

日本では、そもそも証券取引所や店頭市場など既存市場の売買手法や手数料のあり方、バイサイドの機関投資

家のありかたなどの点で、アメリカとはさまざまな違いがある。

たとえば、アメリカの既存市場は、証券取引所であれナスダック市場であれ、マーケット・メーカーやスペシ  
ヤリストなどのディーラーが関与するタイプの取引が行われており、日本のような純粋なオークションマーケッ  
トは存在しない。この点で、マーケット・メーカーからの注文回送の受け皿であるとか、マーケット・メーカー  
のスプレッド回避といったタイプのビジネスモデルは日本では成立しにくいと考えられる。

日本でのPTS業務がどのような領域に収益機会を見出すのかはまだ不透明な点が多いが、アメリカのEC  
Nのビジネスモデルとは異なつたものになるのではないだろうか。<sup>(4)</sup>

注

(1) A T S規制の詳細については、大崎貞和「米国におけるA T S（代替的取引システム）規制の導入」『資本市場クオ  
タリー』一九九九年冬号、清水葉子「A T S規制の最終案について（上）、（下）」『証券レポート』一九九九年一月一  
五六七号、三月一五六八号参照。

(2) Lynn P. Kuggele & Robert A. Wood (1999) "ECNs: The Evolving Landscape of U. S. Financial Markets." Mimeo

(3) 現状のECNのビジネスの類型については、大和総研ニューヨーク情報技術センターの日向康一氏、ブルムバーグ・  
トレードブックのBruce Garland氏にお教えいただいた。ECNのシステム面の記述も日向氏に多くを負っている。

(4) 日本での取引システム(PTS)業務をめぐる状況については、大崎貞和「株式会社形態の取引所を認める証券取引  
法改正」『資本市場クオタリー』二〇〇〇年夏号、横山淳「わが国における取引所外取引の現状と課題」『証券経済  
研究』第二六号、二〇〇〇年七月、参照。